



# Fusiones y Adquisiciones en el Mercado de Valores

Guillermo Larraín Ríos

Superintendente

Superintendencia de Valores y Seguros

Santiago. Septiembre, 2008

# Agenda



1. El Mercado de Valores en Chile
2. Marco Jurídico de las Fusiones y Adquisiciones
3. Hechos Esenciales y Reservados
4. Conclusiones

# Mercado de Valores



## Securities Market Indicators

US\$ million of each year

|  | 1977  | 1981  | 1983  | 1990   | 1995   | 2007    |
|--|-------|-------|-------|--------|--------|---------|
| Market capitalization                            | 2,970 | 6,828 | 2,632 | 13,764 | 73,939 | 214,392 |
| As % of GDP                                      | 13%   | 21%   | 13%   | 44%    | 104%   | 126%    |
| Total value of share trading                     | 30    | 363   | 59    | 772    | 11,059 | 45,507  |
| Annual yield of IPSA (1) (5-year moving average) | 126%  | 45%   | 6%    | 51%    | 41%    | 26%     |
| Stock in place                                   | 32    | 96    | 299   | 1,392  | 2,478  | 18,237  |
| corporate bonds                                  |       |       |       |        |        |         |

# Mercado de Valores



## Total assets under management institutional investors Million US\$ of each year

|                         | 1974      | 1981      | 1983      | 1990       | 1995       | 2007       |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Institutional investors | 2         | 1,180     | 1,802     | 9,573      | 37,760     | 155,273    |
| <i>As a % of GDP</i>    | <i>0%</i> | <i>4%</i> | <i>9%</i> | <i>30%</i> | <i>53%</i> | <i>91%</i> |
| Pension funds           | -         | 305       | 1,380     | 6,683      | 25,419     | 103,315    |
| Insurance companies     |           | 194       | 304       | 1,854      | 7,120      | 28,315     |
| Mutual funds            | 2         | 681       | 118       | 864        | 2,803      | 23,262     |
| Closed end funds        | -         | -         | -         | -          |            | 4          |
| FICE (1)                | -         | -         | -         | 172        | 2,418      | 377        |

# Mercado de Valores



## Stock of main fixed income instruments (US\$ million)

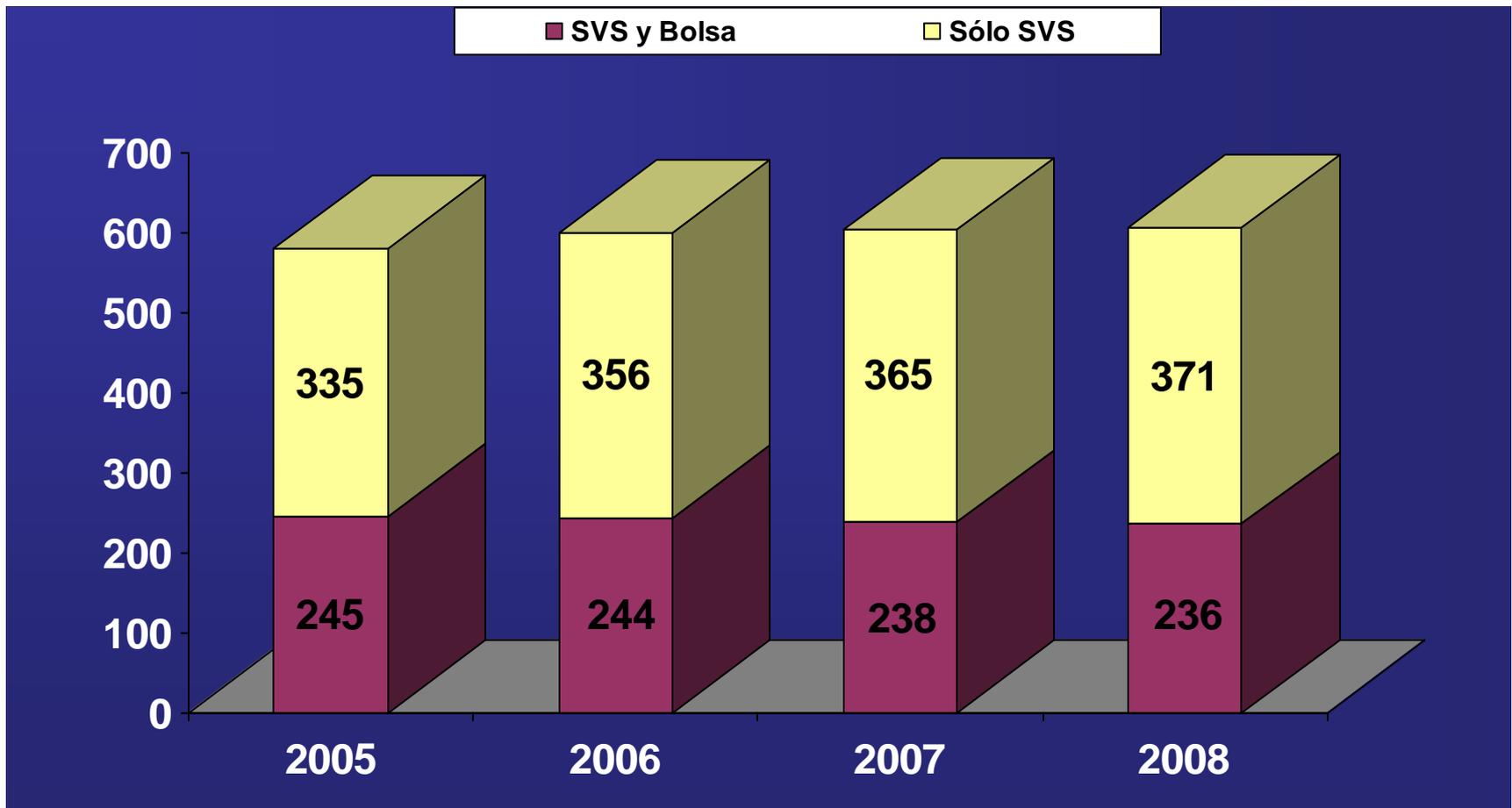
| Bond type      | 2006          | 2007          | Var %      | % of market in 2007 |
|----------------|---------------|---------------|------------|---------------------|
| Central Bank   | 16,847        | 17,353        | 3%         | 28%                 |
| Corporate      | 15,847        | 18,237        | 11%        | 32%                 |
| Banks          | 6,145         | 12,924        | 110%       | 21%                 |
| Securitized    | 1,698         | 1,811         | 7%         | 3%                  |
| Mortgage loans | 10,524        | 10,147        | -4%        | 17%                 |
| <b>Total</b>   | <b>52,586</b> | <b>61,571</b> | <b>17%</b> | <b>100%</b>         |

Source: Larraín Vial

# Mercado de Valores



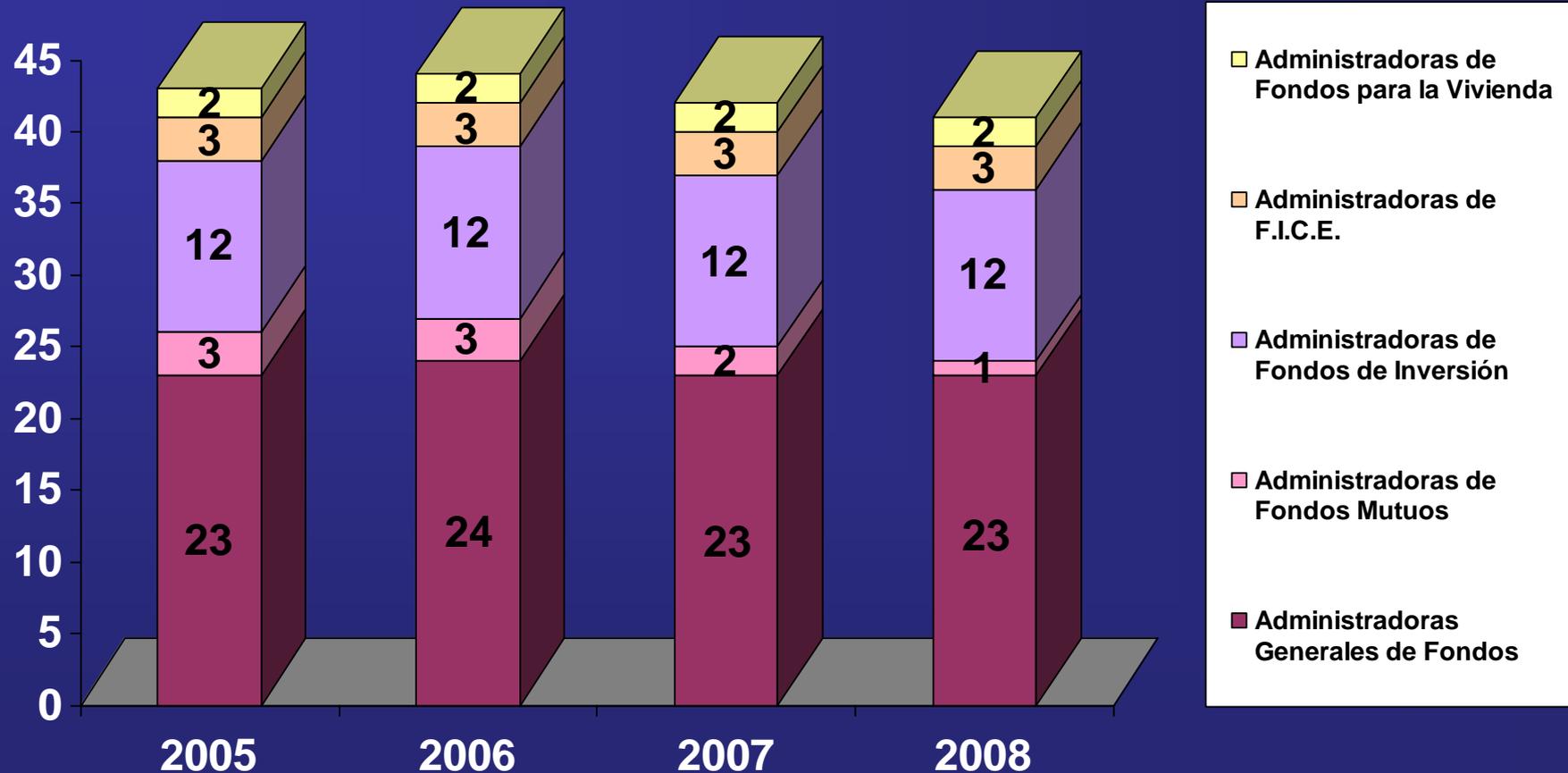
## Número de Sociedades Inscritas



# Mercado de Valores



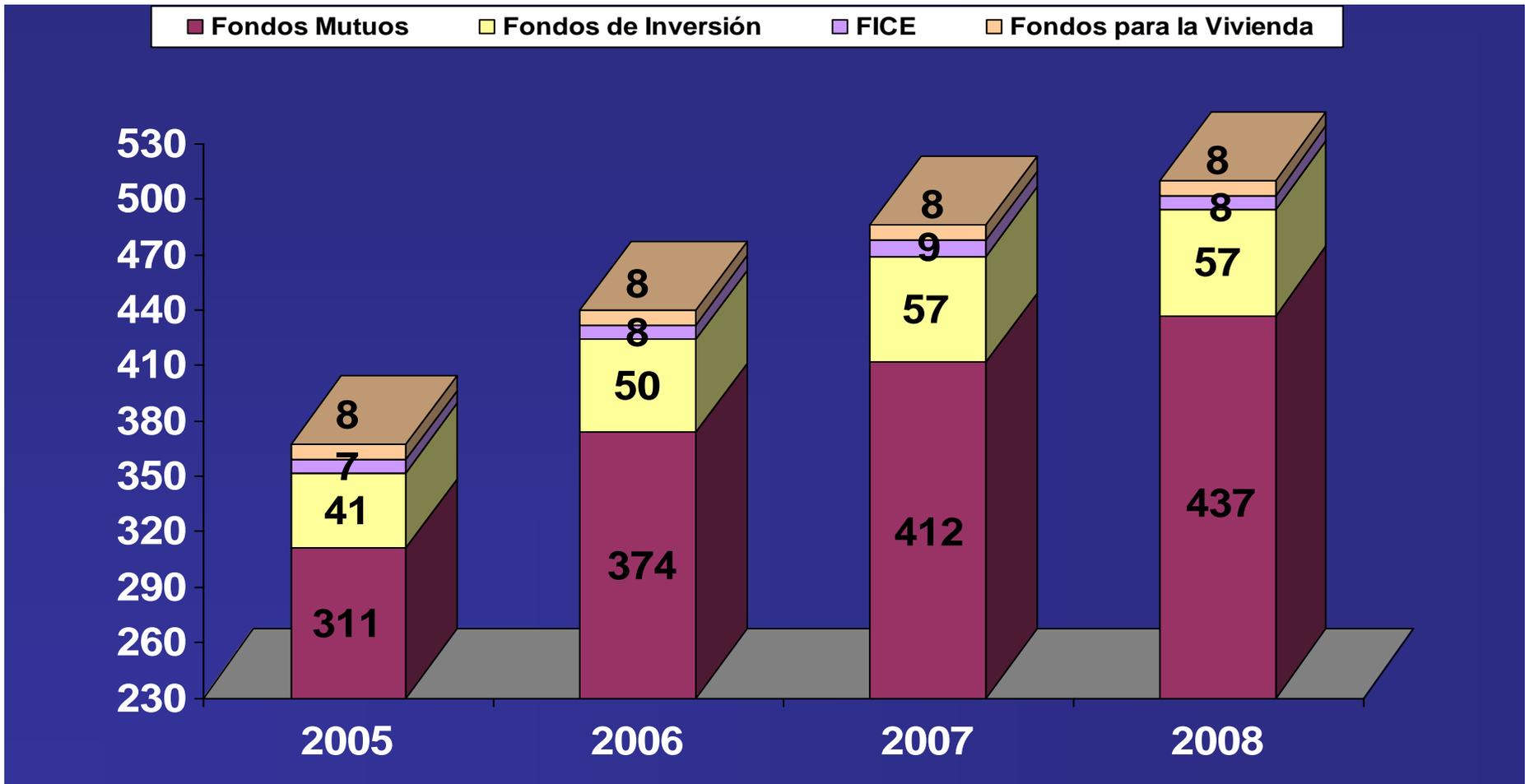
## Número de Administradoras de Fondos



# Mercado de Valores



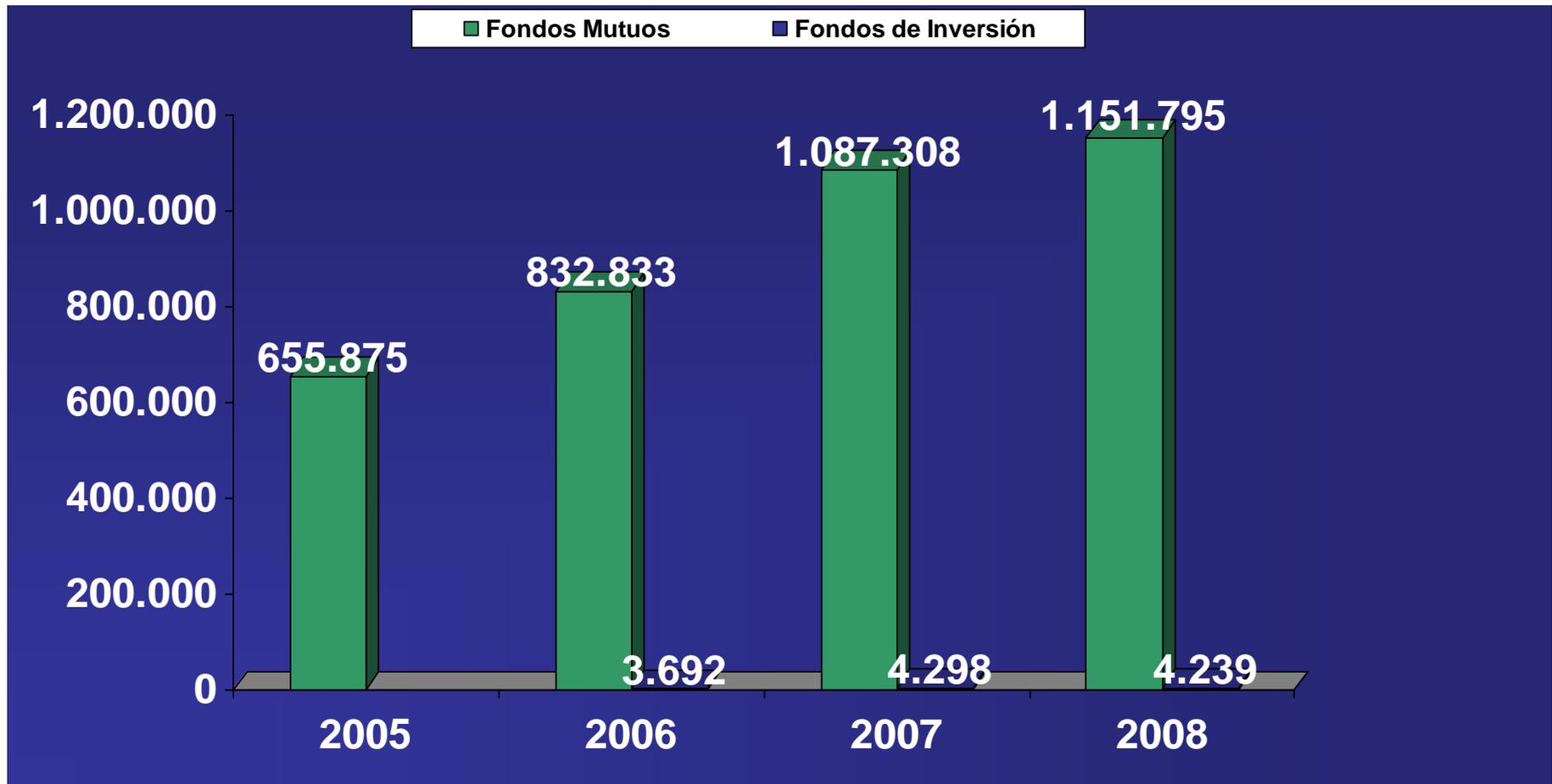
## Número de Fondos de Terceros



# Mercado de Valores



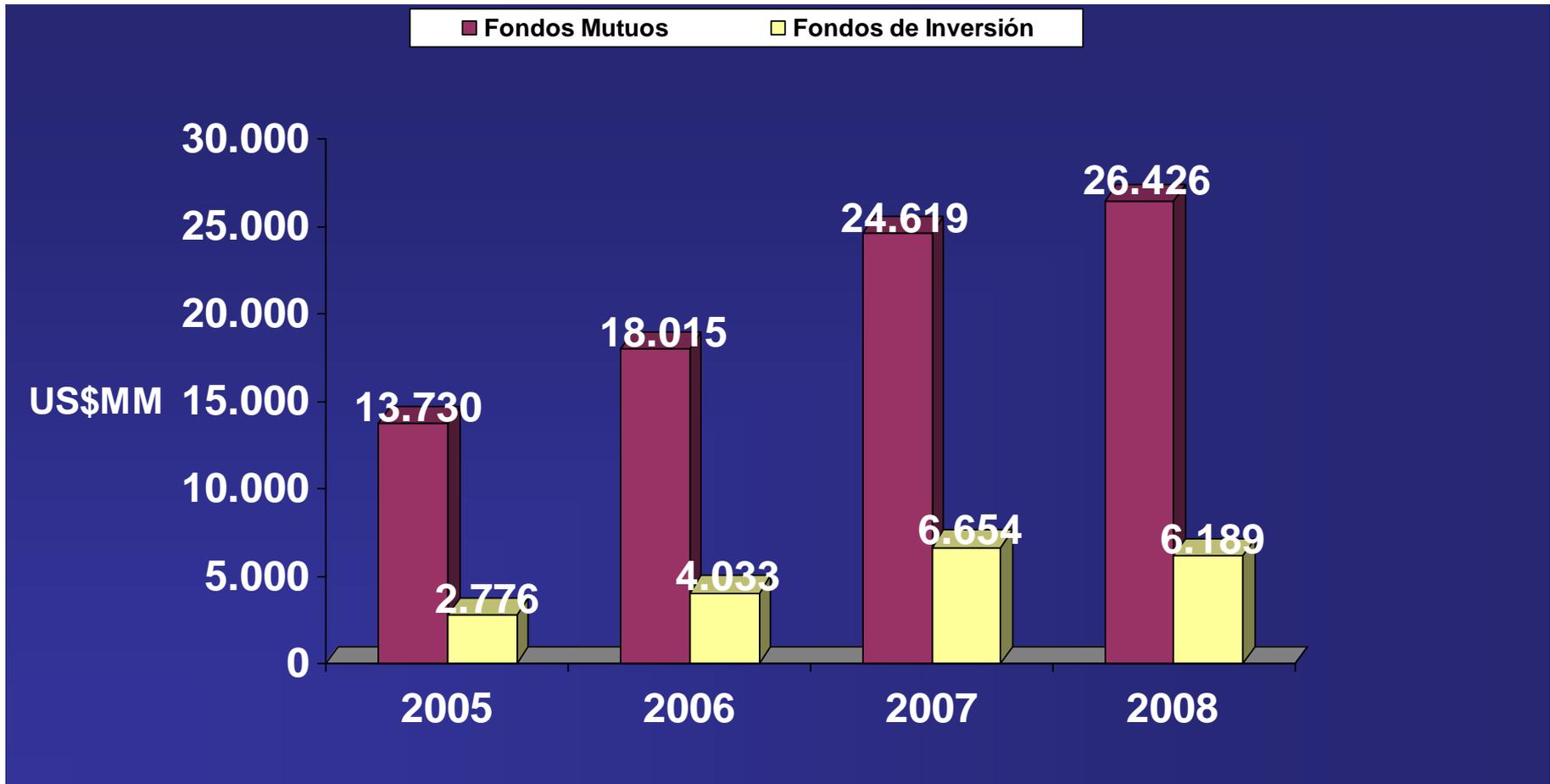
## Número de Partícipes



# Mercado de Valores



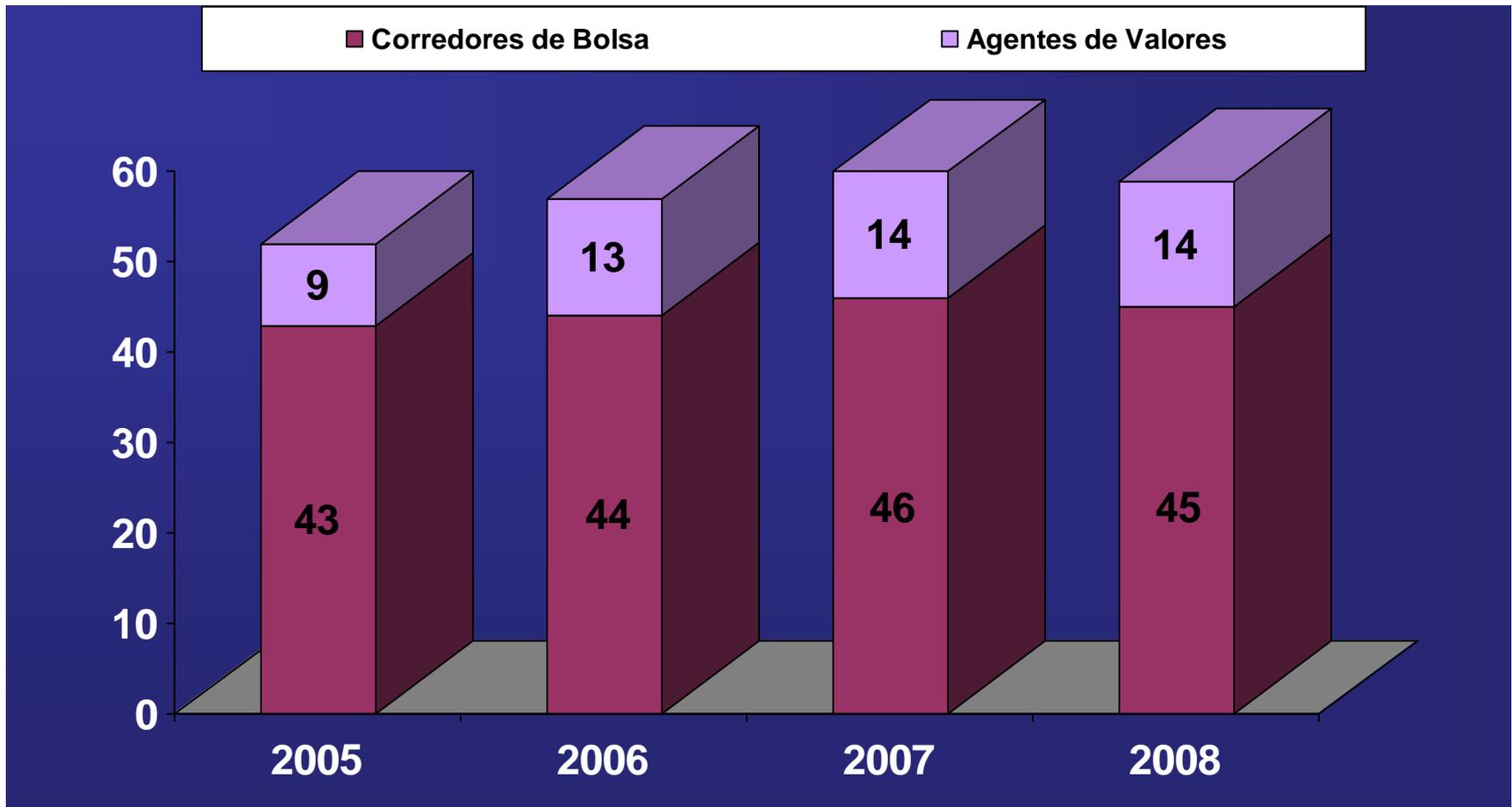
## Activos Administrados



# Mercado de Valores



## Número de Intermediarios de Valores



# Negocios en Bolsas de Valores



|                               | Montos Operados<br>(6/2008)<br>US\$MM | N° de Negocios<br>(6/2008) | Montos Operados<br>(2007)<br>US\$MM | N° de Negocios<br>(2007) |
|-------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| Bolsa de Comercio de Santiago | 289.536                               | 717.871                    | 570.007                             | 1.527.872                |
| Bolsa Electrónica de Chile    | 11.498                                | 18.819                     | 25.055                              | 41.913                   |
| Bolsa de Corredores           | 27                                    | n.d                        | 239                                 | n.d                      |

\*Cifras en Millones de Dólares.

# Agenda



1. El Mercado de Valores en Chile
2. Marco Jurídico de las Fusiones y Adquisiciones
3. Hechos Esenciales y Reservados
4. Conclusiones

# Contexto general: adecuada protección formal a minoritarios



El último informe “The Financial Development Report” del World Economic Forum señala que Chile es

Chile es 1 (con Canada, HK, India, Pak, SA, US, UK) en **Derechos de Accionistas.**

Chile es 23 en **Protección de Intereses de Accionistas Minoritarios**

**De los países con que comparte el liderato de protección formal, solo Pakistan está peor que Chile en**

**Protección vs Derechos. La lista es:**

Can (11), HK (12), Ind (21), Pak (26), SA(10), US (17), UK(3)

# Protección a Minoritarios v/s Tomas de Control



## **Regulación de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (Título XXV LMV)**

- |   |  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Distribuye premio por control entre accionistas mayoritarios y minoritarios por requisito de distribución a prorrata.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Encarece toma de control al requerir mayor compensación a mayoritario.</li></ul> |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Da tiempo a accionistas y competidores para definir sus estrategias, al establecer período de vigencia</li></ul>                | <ul style="list-style-type: none"><li>• Demora concreción de la operación.</li></ul>                                     |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Regula entrega de información a inversionistas.</li></ul>   | <ul style="list-style-type: none"><li>• Encarece proceso al requerir mayor información.</li></ul>                        |

# Protección a Minoritarios v/s Capacidad de Gestión



## Regulación de Fusiones y Control (Ley de Sociedades Anónimas)

- |  |   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Requiere Quórum de 2/3 de las acciones con derecho a voto para aprobación de fusión.</li></ul>                                     | <ul style="list-style-type: none"><li>• Fomenta la Concentración en la propiedad de las sociedades.</li></ul>         |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Otorga derecho a retiro a accionista disidente, a valor libro en sociedades cerradas y valor de mercado en las abiertas.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Aumenta necesidad de financiamiento para pago del derecho a retiro.</li></ul> |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Hace solidariamente responsables a los directores de la sociedad.</li></ul>  | <ul style="list-style-type: none"><li>• Dificulta toma de decisiones de la administración.</li></ul>                  |

# Deber de Informar v/s Tomas de Control



## Regulación de Obtención del Control (Título IX LMV)

- |  |  |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Garantiza información oportuna al obligar a informar al público, a la SVS, a las bolsas, a la sociedad y a su controlador, la intención de controlar la sociedad, 10 días antes obtener control y tan pronto se inicien las negociaciones tendientes a obtener el mismo.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Dificulta procesos de tomas de control hostiles.</li></ul> |
|--|--|

# Deber de Informar v/s Protección Interés Social



## Regulación Información Continua (art. 9° y 10 LMV; y 54 LSA)

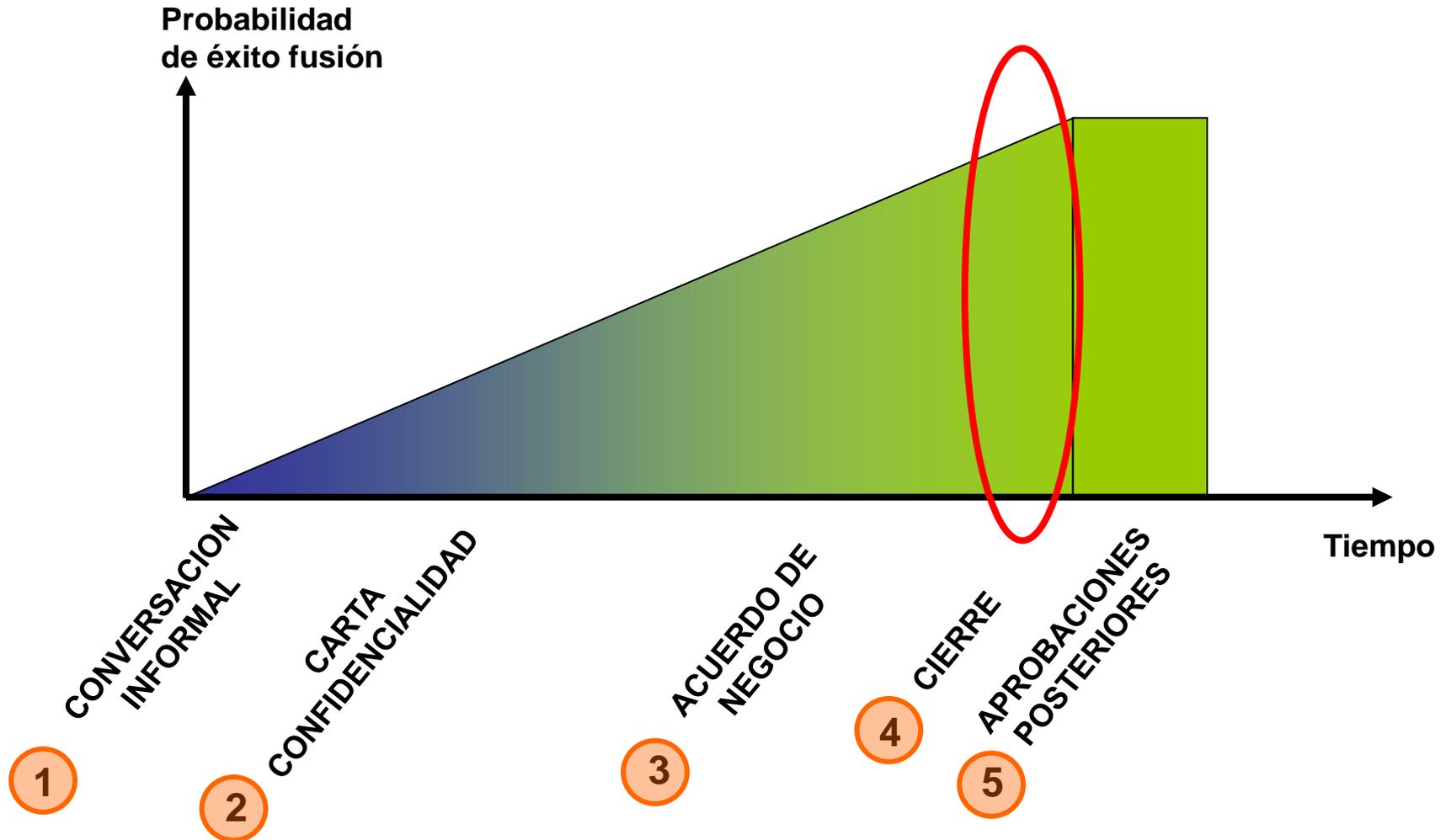
- |   |  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Garantiza información oportuna al obligar a informar al público y a la SVS, al momento que ocurra o se tome conocimiento, de todo hecho esencial de la sociedad o de sus negocios.</li><li>• Restringe acceso a información sobre negociaciones pendientes y que puedan afectar el <b>interés social</b>.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Puede dificultar las negociaciones de conocerse la información con anterioridad al cierres de éstas.</li><li>• Permite que información cuya difusión afecte negociaciones o a la entidad, pueda tener carácter de reservada.</li></ul> |
|---|--|

# Agenda



1. El Mercado de Valores en Chile
2. Marco Jurídico de las Fusiones y Adquisiciones
3. Hechos Esenciales y Reservados
4. Conclusiones

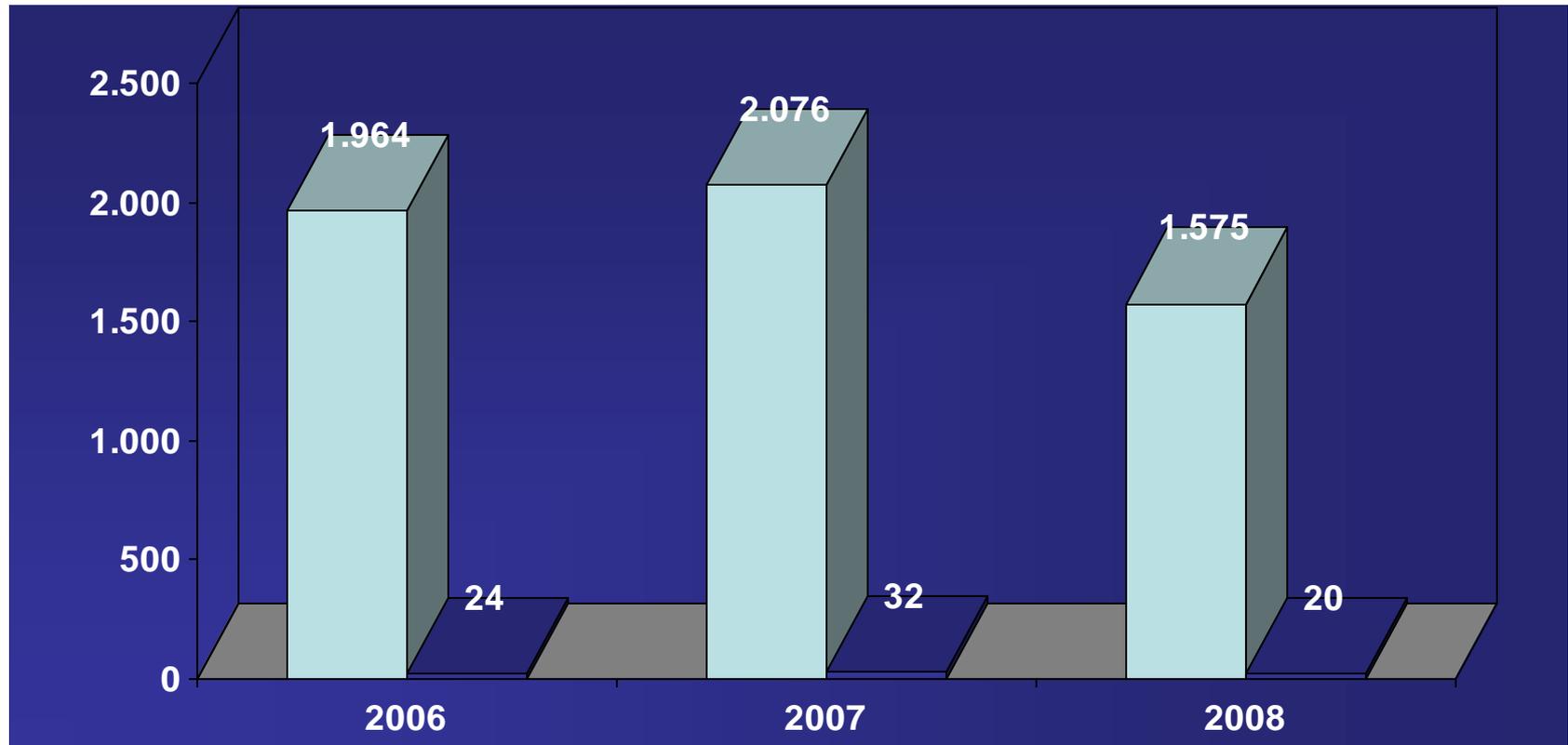
# Un proceso esquemático de fusión: ¿Cuándo informar al mercado?



# Número Hechos Esenciales



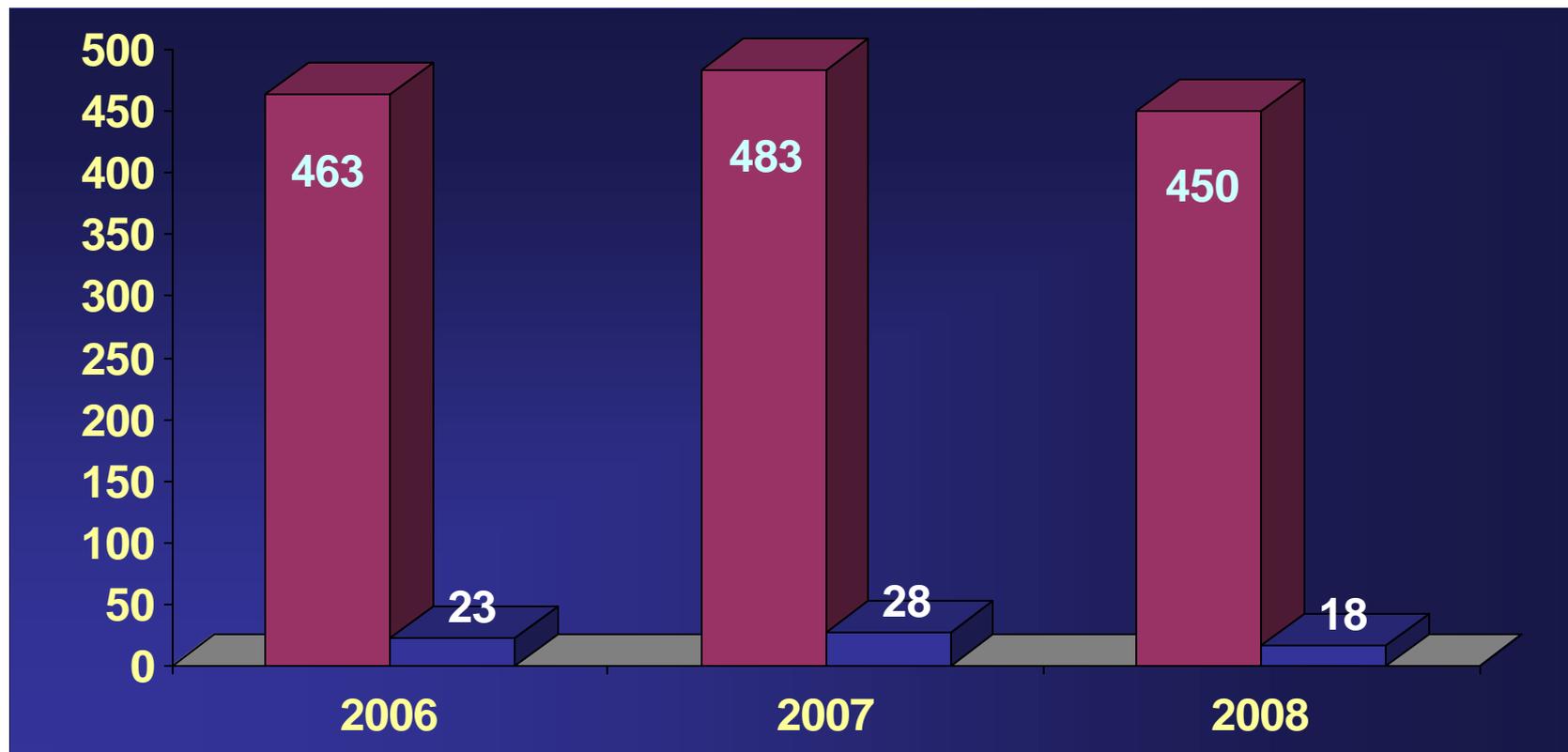
■ Hechos Esenciales ■ Hechos Reservados



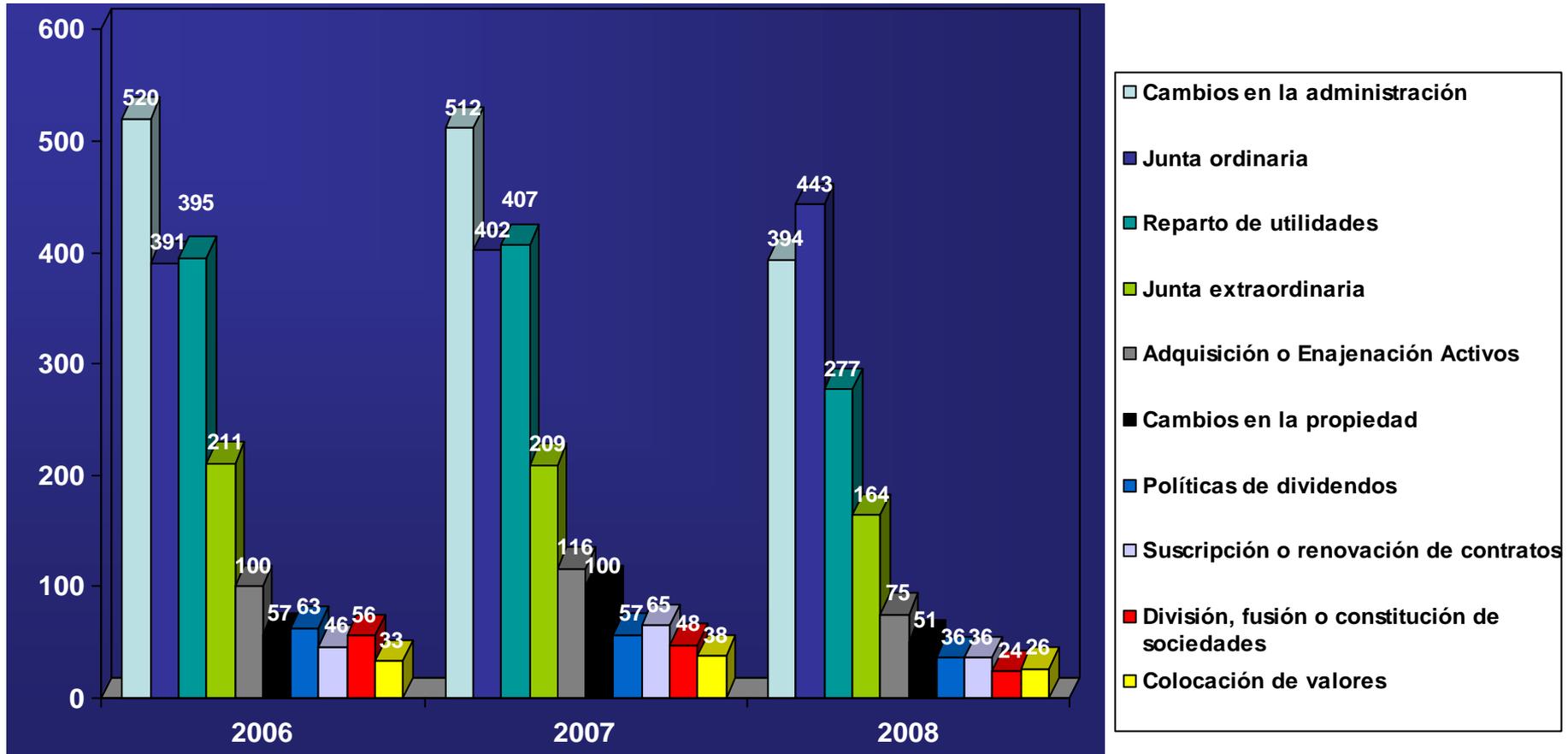
# Número Sociedades Informantes



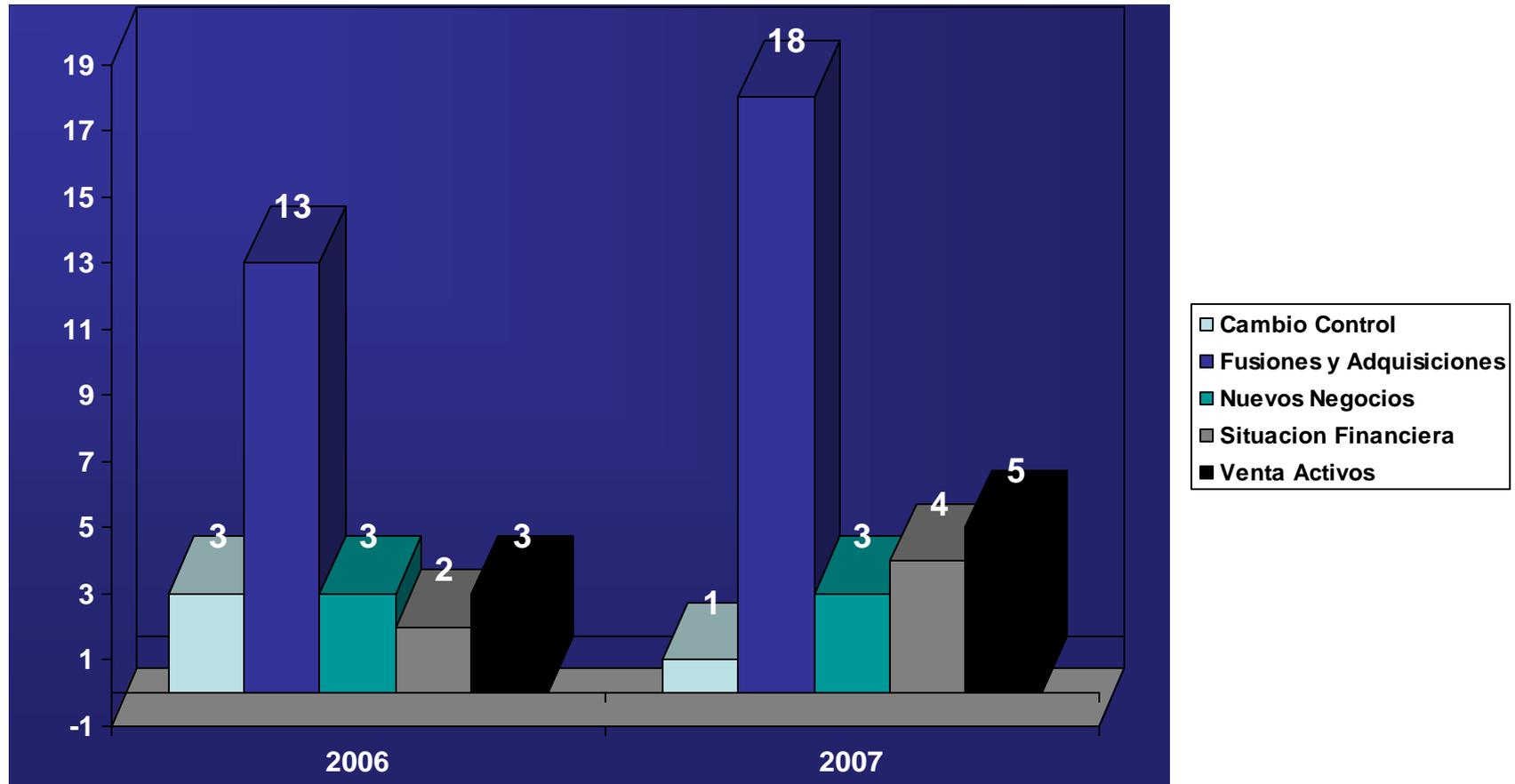
■ Hechos Esenciales ■ Hechos Reservados



# Principales Hechos Esenciales



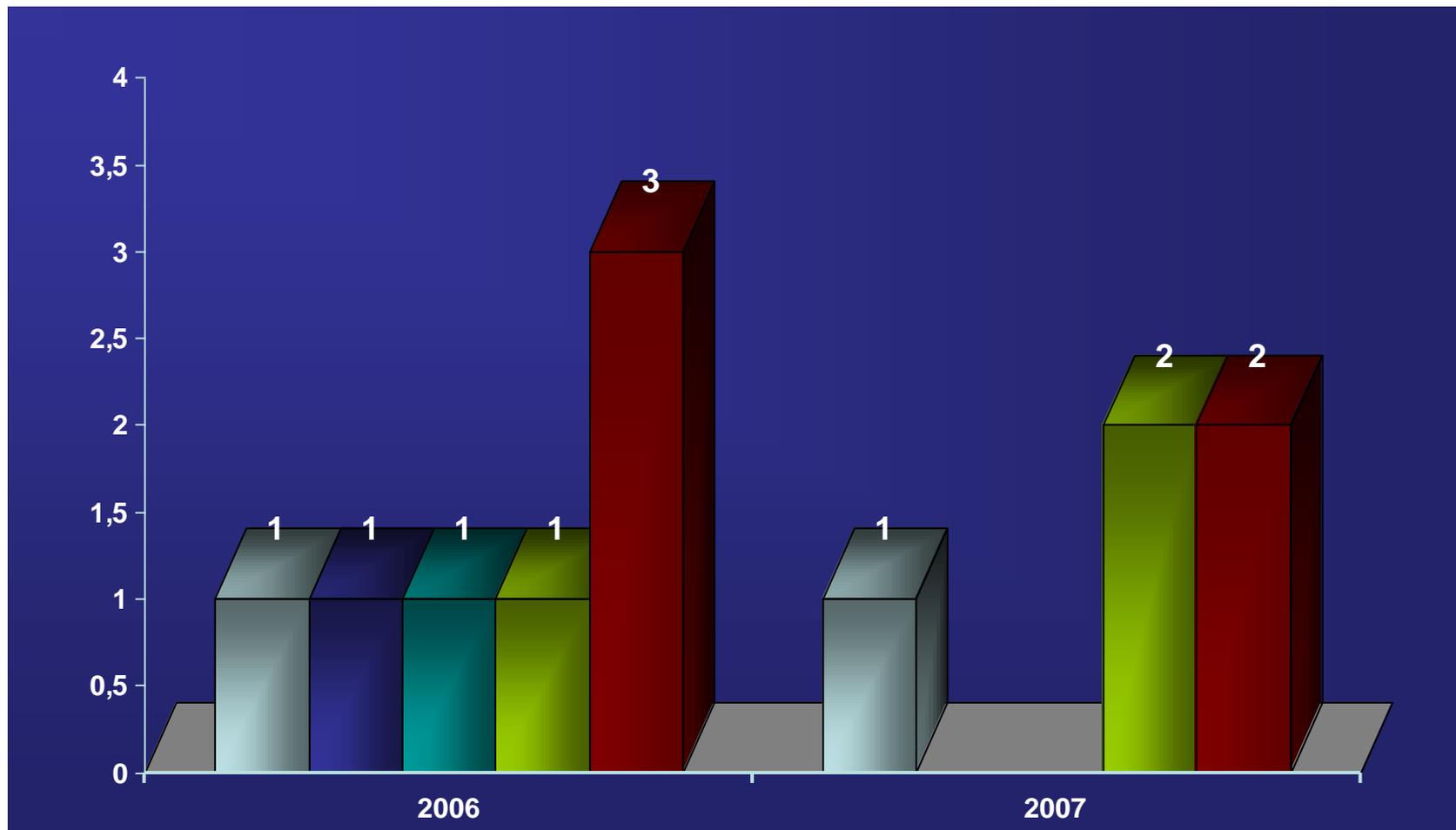
# Hechos Reservados



# Filtración de Información en Prensa



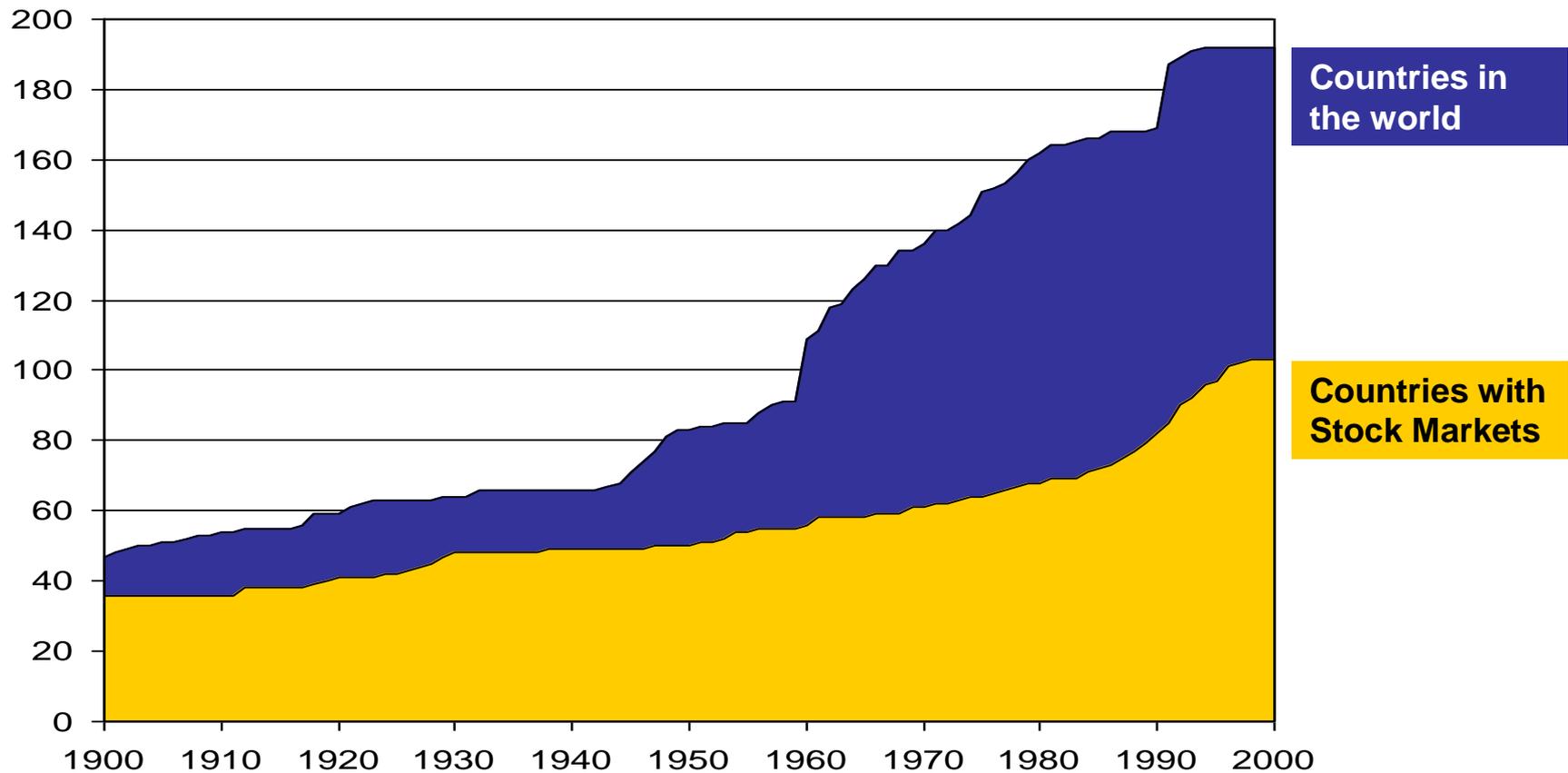
■ Cambio Control ■ Nuevos Negocios ■ Situación Financiera ■ Venta Activos ■ Fusiones y Adquisiciones



# Insider trading : old phenomena, adult regulation, young enforcement



Figure 1. Insider Trading Regulations in the Twentieth Century

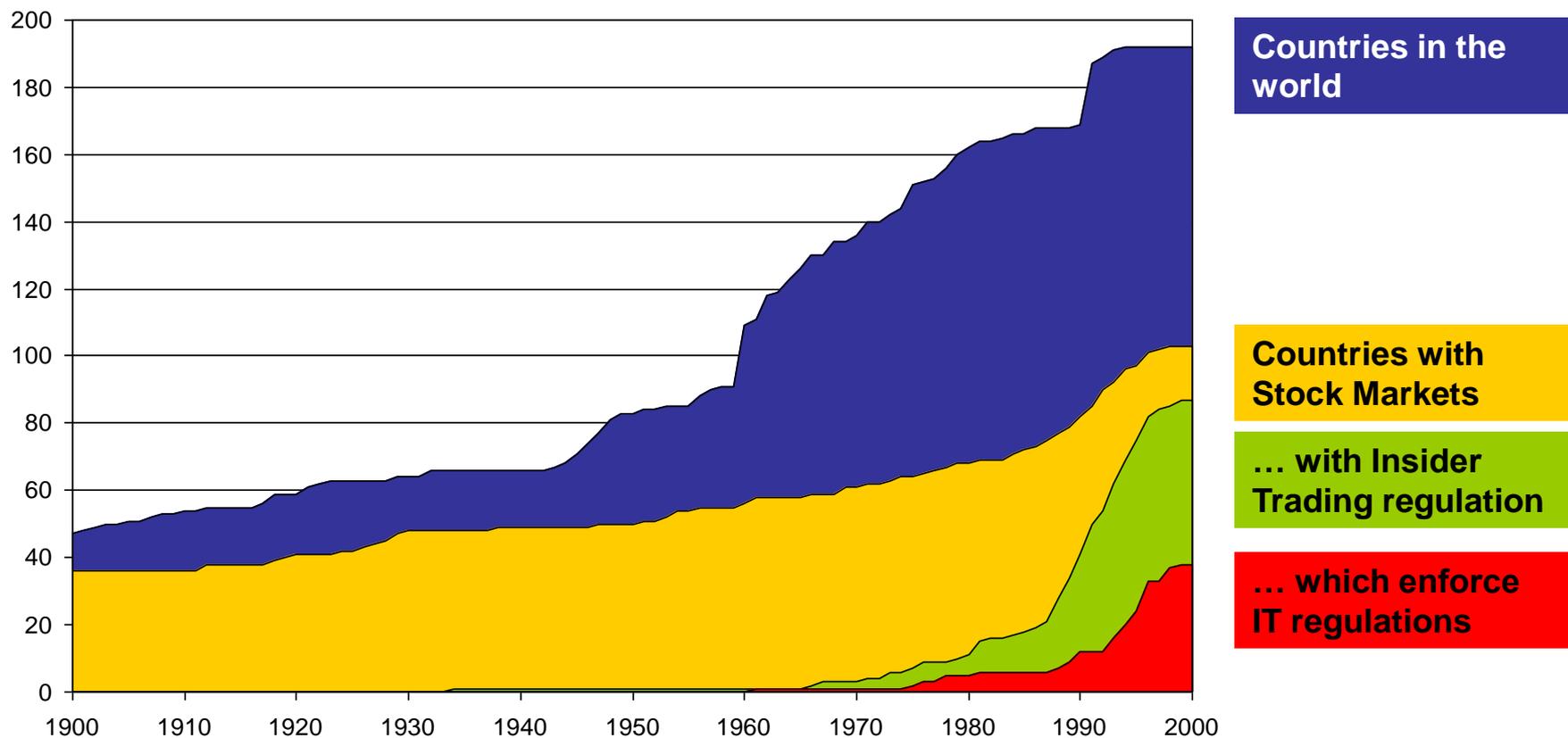


Source: Utpal Bhattacharya (2008): *“When No Law is Better than a Good Law”*

# Insider trading : old phenomena, adult regulation, young enforcement



Figure 1. Insider Trading Regulations in the Twentieth Century



- Increasingly countries consider IT a bad practice, but few of them do something about it.
- As no law could be preferable to a law not enforced regulators must take actions

# Uso de información privilegiada : Chile y América Latina



## Panel A: Existencia y Enforcement de Prohibiciones de Insider Trading hasta 1999

|                                      | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | México | Perú | Venezuela |
|--------------------------------------|-----------|--------|-------|----------|--------|------|-----------|
| Año en que se prohibió IT en el país | 1991      | 1976   | 1981  | 1990     | 1975   | 1991 | 1998      |
| Año de la primera acusación          | 1995      | 1978   | 1996  | Nunca    | Nunca  | 1994 | Nunca     |

## Panel B: Cantidad de Acusaciones de Insider Trading por parte de la Superintendencia de Valores de cada País desde 2000 a 2004

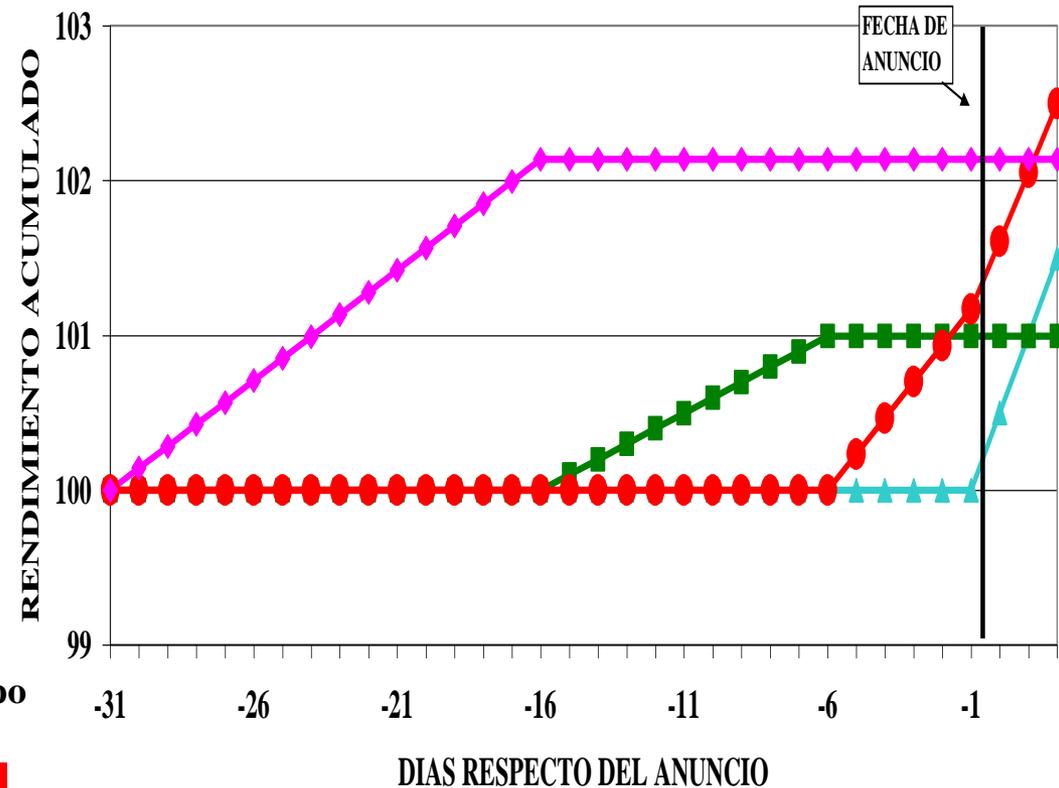
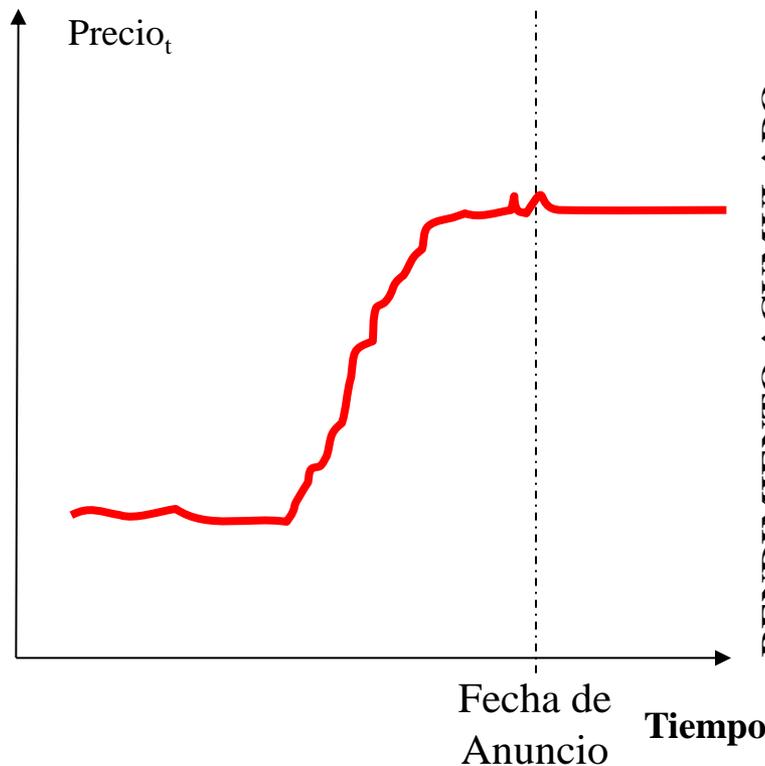
| Año  | USA | América Latina | Argentina | Brasil | Chile | Colombia | México | Perú | Venezuela |
|------|-----|----------------|-----------|--------|-------|----------|--------|------|-----------|
| 2000 | 40  | 0              | 0         | 0      | n.a.  | n.a.     | n.a.   | n.a. | n.a.      |
| 2001 | 57  | 0              | 0         | 0      | n.a.  | n.a.     | 0      | n.a. | n.a.      |
| 2002 | 59  | 2              | 1         | 1      | 0     | n.a.     | 0      | n.a. | n.a.      |
| 2003 | 50  | 2              | 0         | 0      | 0     | n.a.     | 2      | 0    | n.a.      |
| 2004 | 42  | 11             | 0         | 1      | 4     | 1        | 4      | 1    | n.a.      |

# Uso de información privilegiada



## ADQUISICIONES

RENDIMIENTO ACUMULADO DURANTE LA ANTICIPACION E IMPACTO



**When an event is not an event**  
Bhattacharya, Daouk, Jorgenson and Kehr  
(JFE, 2000)

Argentina Brasil Chile México

# Agenda



1. El Mercado de Valores en Chile
2. Marco Jurídico de las Fusiones y Adquisiciones
3. Hechos Esenciales y Reservados
4. Conclusiones

# Entrega de Información



- **Bajo uso de Hecho Reservado**
  - Posibles Dificultades
    - Requiere de asamblea de directores.
    - Reconocimiento formal de manejo de información privilegiada.
    - Eventual filtración de información que perjudique el negocio.
    - Desconocimiento del momento en que se debe informar.
    - Aumento de incertidumbre por entrega de información sobre negocios no concretados.
- **Alto número de Hechos Esenciales**
  - Plantea interrogantes
    - Calidad de información
    - Materialidad de información

# Manejo de Información



- Alto número de Filtraciones de Información Reservada (20% aprox.)
  - Plantea interrogantes
    - Manejo de Información en las Entidades
    - Equidad en las Transacciones

# Información Esencial y Reservada



- Existe Espacio para Autorregulación
  - Individual
    - Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado
  - Mercado
    - Estándar de Presentación de Información Esencial y Reservada
    - Represente Intereses de Emisores, Accionistas, Intermediarios e Inversionistas

# Cumplimiento de la Ley y Norma



- Es necesario continuar el proceso de mejoramiento del enforcement
- El proyecto que reforma a la SVS y la transforma en CVS con
  - Un gobierno corporativo colegiado, con autonomía, inhabilidades, períodos fijos con reemplazo parcial
  - Un nuevo proceso sancionador basado en la creación de una Audiencia independiente del Consejo Directivo donde se deposite la **misma** potestad sancionadora del actual Superintendente



# Fusiones y Adquisiciones en el Mercado de Valores

Guillermo Larraín Ríos

Superintendente

Superintendencia de Valores y Seguros

Santiago. Septiembre, 2007